COMISIÓN DE HACIENDA · H. SENADO

Reforma al mercado de capitales y financiamiento de la casa propia

Comentarios al proyecto de ley (Boletín N° 18.643-05)

Ignacio Briones
UAI · Ex Ministro de Hacienda
23 de noviembre de 2026

EL PROYECTO MK4

Boletín 18.643-05 · Reforma al mercado de capitales

Más de 30 medidas que profundizan el mercado: las apoyo

Liquidez
Repo para fondos de pensiones: liquidez transitoria sin liquidar inversiones de largo plazo.

Infraestructura
Corredores acceden al LBTR del Banco Central; registro simplificado y acciones desmaterializadas.

Participación extranjera
Fin del RUT y de la retención de intereses: facilita invertir en renta fija local.

Sesgo regulatorio
Vehículos nacionales de las AFP: elimina una asimetría que empujaba el ahorro al exterior.

Banca
Colchón D-SIB y Ley de Fraudes, alineados a Basilea III.

Un mercado de capitales profundo es clave para el crecimiento. Los retiros previsionales lo dañaron: aun con la reforma previsional, tardaremos **17 años** en recuperar el ahorro perdido (Anexo 1).

Apoyo el conjunto. Solo un reparo de gobierno corporativo (minoritarios).

FONAVI: aparte del paquete. No es mercado de capitales: es una intervención sobre el precio del crédito hipotecario. **Tengo serios reparos.**

Fuente: texto aprobado por la Cámara de Diputados (Boletín 18.643-05) y presentación ante la Comisión de Hacienda de la Cámara.

EL PROYECTO MK4

Gobierno corporativo

Voto múltiple en empresas ya listadas: conviene proteger al minoritario

Qué permite el proyecto

Crear acciones con voto múltiple en empresas ya listadas, con 2/3 de la serie.

Qué se debilita

El veto del minoritario cuando el controlador tiene entre 50% y 66,7%: bastaría sumar hasta 17% más.

Qué hacen otros países

EE.UU., Reino Unido, Hong Kong e Italia: solo si existe antes de listarse.

Derecho a retiro: hay que robustecerlo

El precio de retiro se mide antes de la junta, no del anuncio, y puede ya reflejar la reacción del mercado. **Debe medirse antes del primer anuncio público (hecho esencial).**

Propuesta. *1) Voto múltiple solo en nuevas emisoras (o, si no, con mayoría de las acciones no controladoras). 2) En su defecto, robustecer el derecho a retiro.*

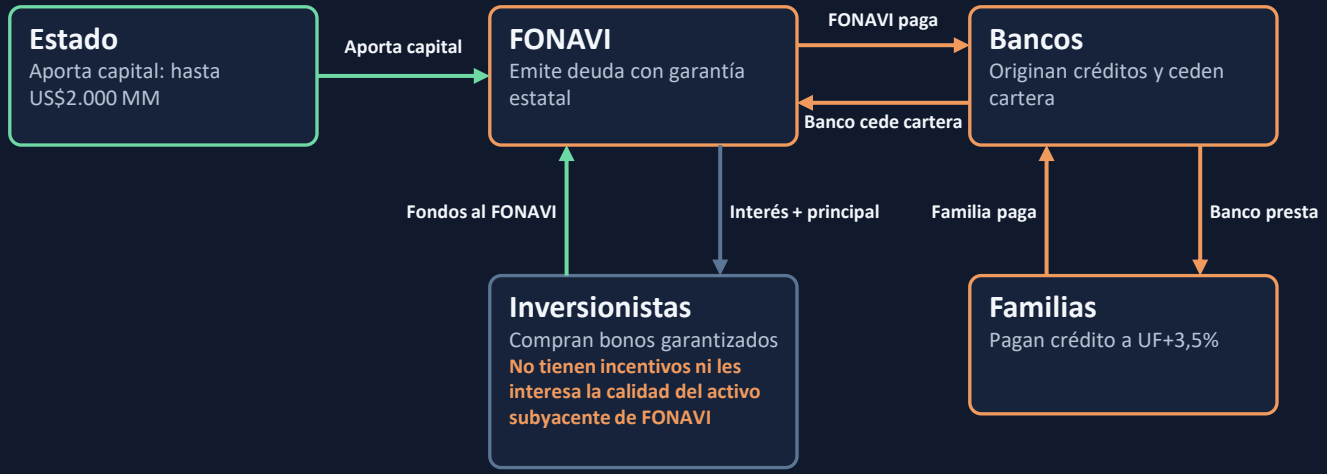
Fuente: texto aprobado por la Cámara (Ley 18.046, arts. 20, 21 y 67; transitorio vigésimo quinto). Comparado: NYSE (Sec. 313), Nasdaq (Regla 5640), UK Listing Rules (FCA 2024), HKEX (cap. 8A), TUF italiano art. 127-sexies. Precio de retiro: Ley 18.046, art. 69. Muestra no exhaustiva. Propuesta propia.

EL FONAVI

Qué es el FONAVI

¿Cómo funcionaría FONAVI?

La idea declarada: que las personas puedan tomar créditos hipotecarios a tasas similares a las que se endeuda el Fisco (libre de riesgo).



Suena bien, pero aquí no hay magia. Principio básico de las finanzas: un peso riesgoso vale menos que un peso seguro. El riesgo tiene precio y alguien lo paga: los contribuyentes.

Elaboración propia en base al texto aprobado por la Cámara (arts. 3, 6, 7 y 8). Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 1 · PRINCIPIOS

La pregunta de fondo

FONAVI es una gran intervención del Estado, que afecta precios (tasa), en un mercado que funciona.

1. ¿Creemos o no en una economía de mercado? ¿Cuál es la falla de mercado que justifica tamaña intervención estatal?

2. ¿Lo está haciendo mal el sector privado? ¿Se aprovecha de las personas? Quien propone intervenir debe demostrar la falla.

3. Un diagnóstico equivocado lleva a soluciones equivocadas: el problema es el precio de la vivienda, no el crédito.

PARTE 1 · PRINCIPIOS

FONAVI en cifras

Una intervención de gran tamaño

US$22.000 M
capacidad máxima de compra: capital fiscal 2.000 + deuda hasta 10 veces el capital

≈ 4 años
de colocaciones hipotecarias al ritmo de hoy

20–25%
del stock hipotecario actual, en régimen

Su aspiración: bajar la tasa hipotecaria a una tasa cercana a la que se endeuda el Fisco

- Garantía del Estado sobre la deuda: hasta US$20.000 M
- Originación por 10 años, pero el stock dura 30–40
- Administra BancoEstado, que además puede ofertar
- Fija de hecho el precio del crédito bajo 6.000 UF

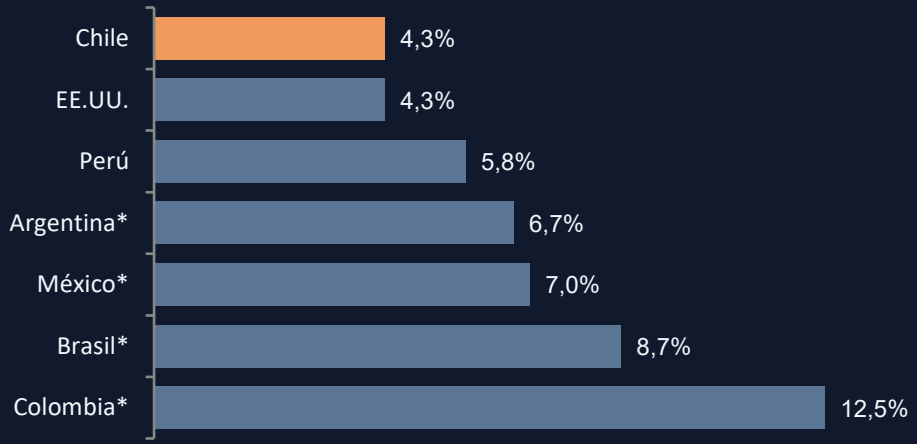
Fuentes: texto aprobado por la Cámara (arts. 3, 6, 7 y 8); estimaciones propias en base a CMF. Cifras de tamaño en régimen, no de uso inmediato.

PARTE 1 · PRINCIPIOS

¿Hay una falla de mercado?

Quien propone intervenir debe demostrar la falla. La evidencia apunta a lo contrario: un mercado competitivo

TASA HIPOTECARIA REAL, 2026



Chile está al nivel de EE.UU. y muy por debajo de América Latina.

24,4 años

plazo promedio del crédito hipotecario en Chile (EE.UU.: 30)

> 2 pp

de holgura de capital sobre los mínimos de Basilea III: "la falta de holguras no ha sido una restricción activa" (Banco Central)

20%

llegaron a representar los mutuos endosables: los bancos ya podían vender sus créditos

Fuentes: referencia para Chile en base a CMF, noviembre 2026; Freddie Mac 19-nov-2026, interpolación a 20 años (EE.UU.); SBS (Perú); Banco Nación, línea preferencial (Argentina); BBVA México, cartera vigente; ABECIP/Selic (Brasil); Superfinanciera (Colombia). * Aproximada. Inflación: 2,5% EE.UU.; meta del banco central en los demás.

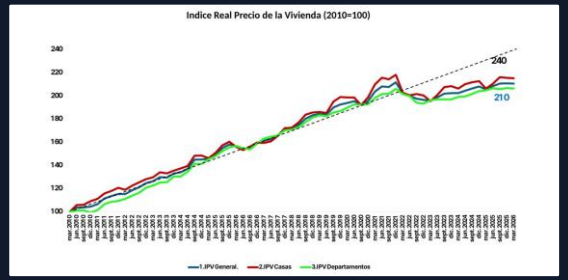
PARTE 1 · PRINCIPIOS

El diagnóstico

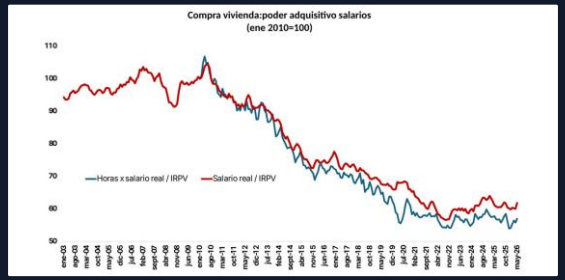
FONAVI: un diagnóstico equivocado lleva a soluciones equivocadas

El problema no es el mercado del crédito. Es el **precio de la vivienda en relación al ingreso**. Eso no se corrige abaratando el crédito (de hecho, eso aumenta más el precio).

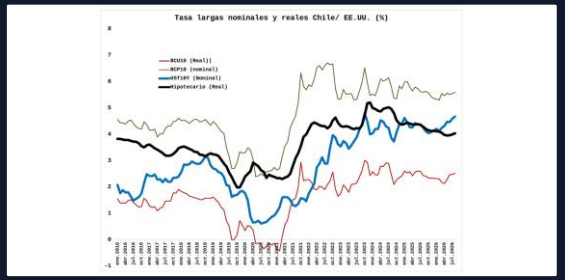
Que no hay un problema de oferta de crédito lo señaló el **Banco Central**: el capital bancario no ha sido un limitante para la expansión del crédito.



El precio real se duplicó
Índice real de precios de la vivienda: 210 (2010 = 100).



El poder de compra cayó ~40%
Entre 2011 y 2021, el precio subió más que el ingreso real.



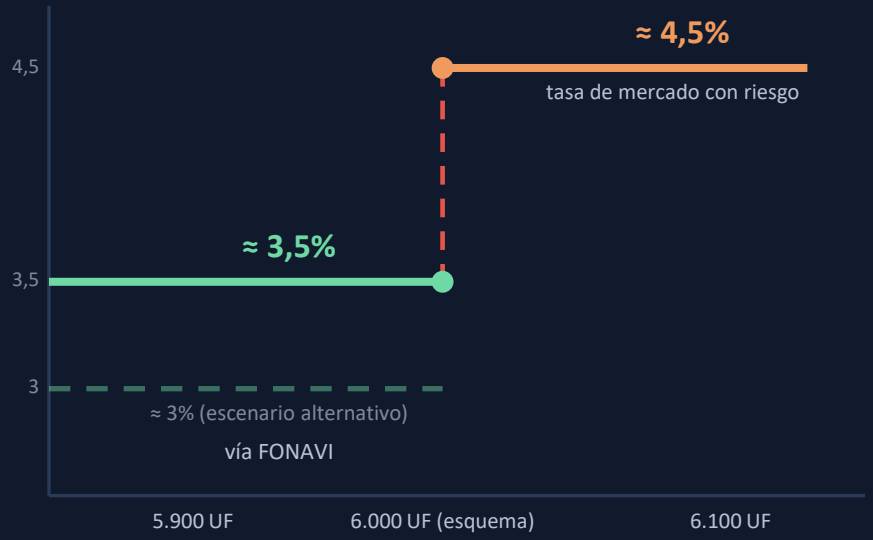
Las tasas suben con las del mundo
La tasa hipotecaria real sigue a la tasa larga de EE.UU., hoy en máximos.

Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de Chile (presentación a la Cámara; IEF 2S-2026).

PARTE 1 · PRINCIPIOS

Distorsión del mercado

Distorsión de precios: dos tasas distintas para la deuda hipotecaria



El crédito para una vivienda de 5.900 UF y el de una de 6.100 UF pueden enfrentar tasas hasta 1 punto distintas.

— Los bancos pueden prestar bajo 6.000 UF, pero **no pueden competir** con la tasa FONAVI por un crédito con riesgo.

— Sobre 6.000 UF sigue existiendo una tasa de mercado con riesgo.

— Es esperable que los precios se agrupen justo bajo el tope.

90%	75%	93%
de las operaciones	del monto	de las viviendas

Fuente: elaboración propia en base a CMF/SBIF y estadísticas de tasación habitacional, 2024-2026. Porcentajes: valores bajo 6.000 UF. La agrupación de precios es una inferencia, no una cifra. Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 1 · PRINCIPIOS

Lo deseable son intervenciones focalizadas

Intervenciones focalizadas, no sobre todo el mercado

Subsidio focalizado al pie

El propio proyecto ya lo trae: el Ahorro Voluntario para la Vivienda (AVV) da una bonificación de 3% del valor de la vivienda, por una vez, a quien compra su primera vivienda de hasta 6.000 UF y ahorró antes al menos 7%. Es explícita y sujeta a presupuesto.

Garantías focalizadas: FOGAES

Respaldan el crédito de quienes tienen menos pie, sin cambiar el precio del crédito para todos.

Atacar el precio de la vivienda

Más oferta (suelo, permisos, costos de construcción) y más ingreso real (crecimiento): es lo que mejora la relación entre precio y salario.

FONAVI no es una intervención focalizada: es una distorsión del precio (tasa) del mercado casi completo.

Fuente: texto aprobado por la Cámara (Ley AVV, arts. 2, 12, 14 y 16; FONAVI, art. 8). No se encontró en el proyecto un subsidio a la tasa distinto de FONAVI.

PARTE 2 · TÉCNICA

Aun si se aceptara intervenir

No hay almuerzo gratis: el riesgo lo paga alguien

1 Si el crédito se otorga a la tasa del Fisco, la prima de riesgo no desaparece: ¿quién la paga?

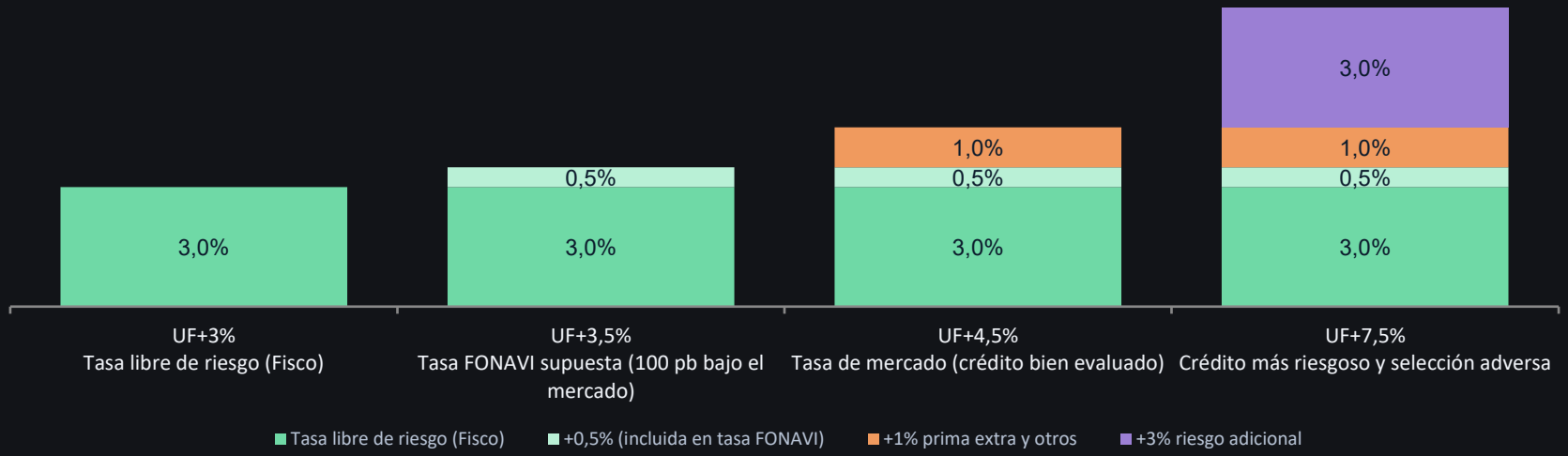
2 Precio de compra de cartera y comisión. Ahí se refleja el precio del riesgo y su costo para FONAVI.

3 ¿Qué distorsiones y qué riesgos políticos crea un fondo que dura décadas?

PARTE 2 · TÉCNICA

Aun si se aceptara intervenir: ¿quién paga?

La prima de riesgo no desaparece: alguien la asume



Crédito más riesgoso: se aborda al final y se explica en anexo presentado en C. Hacienda, H. Cámara de Diputados (Anexo 2)

Si FONAVI presta a una tasa cercana a la del Fisco, el riesgo lo asume alguien: el Fisco, el banco o el deudor. ***No hay almuerzo gratis.***

Cifras ilustrativas: tasa de mercado 4,5% = Fisco 3% + 0,5 (incluida en la tasa FONAVI supuesta de 3,5%) + 1 adicional; el crédito riesgoso suma 3 más. Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 2 · TÉCNICA

Mismo riesgo, distinta tasa de carátula

Dos créditos de similar riesgo por $100: el de tasa de carátula bajo mercado (3,5%) vale menos que $100

Hipoteca de $100 a tasa de mercado
Tasa de carátula UF+4,5% · rentabilidad exigida UF+4,5%

$100

valor de mercado

Hipoteca de $100 bajo la tasa de mercado
Tasa de carátula UF+3,5% · rentabilidad exigida UF+4,5%

$91,53

valor de mercado

Al pagar $91,53, el comprador obtiene UF+4,5% pese a cobrar dividendos al 3,5%. La diferencia se refleja en el precio.

Escenario alternativo, con tasa FONAVI de 3% (brecha de 150 pb; mercado 4,5%): el crédito vale $87,43.

Ejercicio ilustrativo: 20 años, cuotas anuales, UF+3,5% versus UF+4,5%. La brecha incluye prima de riesgo y otros costos. No es una tasación de una cartera real. Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 2 · TÉCNICA

FONAVI compra la hipoteca y asume todo el riesgo

FONAVI paga $100 por un activo que vale $91,53

Bono hipotecario
Principal $100 · dividendos al 3,5%

FONAVI paga
$100

Valor económico de mercado
$91,53
Flujos al 3,5% descontados al 4,5%

Balance económico de FONAVI (por $100)
Activo: $91,53 · Pago: $100 · **Pérdida patrimonial: $8,47**

Brecha: 8,47% × US$22.000 MM ≈ ***US$1.900 MM****, a plena capacidad. Equivale a* ***cerca del 95% del capital fiscal de US$2.000 MM****: el patrimonio queda casi agotado desde el día uno.*

Escenario alternativo, con tasa FONAVI de 3% (brecha de 150 pb; mercado 4,5%): pérdida $12,57 por cada $100 → ≈ **US$2.800 MM**, más que el capital de US$2.000 MM.

Ejercicio ilustrativo: 20 años, cuotas anuales, UF+3,5% versus UF+4,5%. La brecha incluye prima de riesgo y otros costos. No es una tasación de una cartera real. Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 2 · TÉCNICA

La objeción previsible

"FONAVI capta al 3% y presta al 3%-3,5%: no pierde nada"

1 · Capta barato por la garantía

El inversionista no exige prima de riesgo porque el Estado garantiza la deuda del fondo (art. 7).

2 · El riesgo no desaparece

Pasa al garante: si los créditos no pagan, la pérdida cae primero sobre el capital y luego sobre la garantía.

3 · La pérdida está desde el día uno

Contablemente no se ve mientras no haya impagos. Económicamente es un pasivo contingente del Fisco.

La garantía no elimina el riesgo: lo traslada al Fisco.

Elaboración propia en base al texto aprobado por la Cámara (art. 7). Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 2 · TÉCNICA

El banco conserva todo el riesgo

En un mercado competitivo y en una licitación competitiva, si el banco asume el riesgo, exige que se lo paguen

A · Comisión

FONAVI compra a $100

Comisión al banco (valor presente):

$8,47

B · Sobreprecio

FONAVI compra a $108,47 (sobre la par)

Comisión por riesgo = $0. Sobreprecio:

$8,47

Mismo costo: $8,47 por cada $100. Pagar mañana no lo elimina, solo lo distribuye en el tiempo.

Ejercicio ilustrativo: 20 años, cuotas anuales, UF+3,5% versus UF+4,5%. La brecha incluye prima de riesgo y otros costos. No es una tasación de una cartera real. Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 2 · TÉCNICA

¿Y si solo participa BancoEstado?

El riesgo no desaparece, solo cambia el mix: lo siguen pagando todos los chilenos

Bancos privados

No participan: la comisión no compensa el riesgo.

BancoEstado

Participa y asume la pérdida o la menor rentabilidad.

FONAVI

Paga menos, pero el costo queda en otra institución estatal.

El costo se reparte entre BancoEstado y FONAVI; no desaparece.

Ejercicio ilustrativo: 20 años, cuotas anuales, UF+3,5% versus UF+4,5%. La brecha incluye prima de riesgo y otros costos. No es una tasación de una cartera real. Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 2 · TÉCNICA

Tres escenarios, una misma cuenta

Sea quien sea quien retenga el riesgo, el costo para FONAVI es el mismo y va contra su balance (costo para los contribuyentes)

Caso 1 · FONAVI asume todo

Compra a $100 una hipoteca que vale $91,53.

Pérdida de valor en su cartera.

Escala FONAVI: ≈ US$1.900 MM

Caso 2 · El banco asume todo

FONAVI paga el riesgo: comisión o sobreprecio (compra sobre la par).

Costo en pagos al banco.

Escala FONAVI: ≈ US$1.900 MM

Caso 3 · Riesgo compartido

FONAVI absorbe una parte del riesgo y le paga al banco por el resto. El costo total es el mismo.

Escala FONAVI: ≈ US$1.900 MM

En los tres casos: costo económico ≈ $8,47 por cada $100. Con US$22.000 MM de cartera, ≈ ***US$1.900 MM****, que cae sobre el capital de FONAVI (US$2.000 MM) y, si lo supera, sobre la garantía del Estado.*

La distribución cambia; el costo consolidado no, bajo iguales flujos, riesgo y ausencia de eficiencias adicionales. Escenario alternativo, con tasa FONAVI de 3% (brecha de 150 pb; mercado 4,5%): pérdida $12,57 por cada $100 → ≈ US$2.800 MM, más que el capital de US$2.000 MM.

Ejercicio ilustrativo: 20 años, cuotas anuales, UF+3,5% versus UF+4,5%. La brecha incluye prima de riesgo y otros costos. No es una tasación de una cartera real. Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.

PARTE 2 · TÉCNICA

El costo para los contribuyentes

El riesgo no desaparece: se traspasa a los contribuyentes

≈ US$1.900 MM

costo de comprar a la par créditos con una tasa 100 puntos base bajo el mercado, como se ha dicho (cartera de US$22.000 MM)

Casi todo el capital fiscal

Cerca del 95% de los US$2.000 MM del capital del fondo: el patrimonio queda casi agotado.

Depende de la brecha

La ley no la fija: la definen las bases. Con 150 puntos base: ≈ US$2.800 MM, sobre el capital.

Lo paga el Fisco

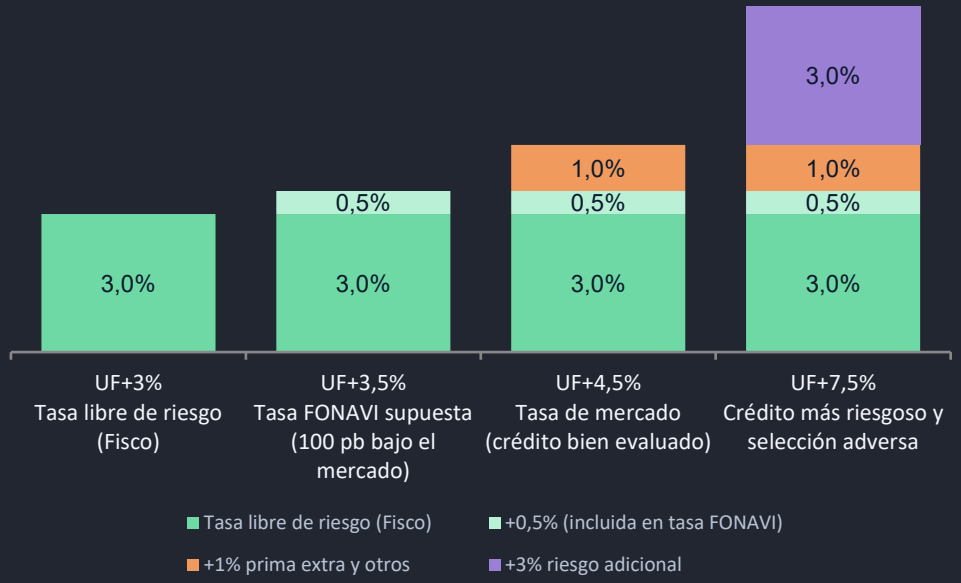
Vía la garantía del Estado, aunque no se vea en el presupuesto.

Ejercicio ilustrativo: 20 años, cuotas anuales; tasa FONAVI UF+3,5% versus mercado UF+4,5%. La brecha incluye prima de riesgo y otros costos. Texto de la Cámara, art. 8 N°4 iv: la tasa máxima ofrecida se determina "sobre la base del costo ponderado del capital" del fondo, según las bases; la ley no fija la brecha con el mercado. Elaboración propia.

PARTE 2 · TÉCNICA · APARTE: SELECCIÓN ADVERSA

Selección adversa y riesgo moral

FONAVI recibe créditos que valen aún menos



— **Selección adversa:** la tasa y la comisión son iguales para todos. El banco conoce mejor al deudor y le conviene cursar créditos más riesgosos que habría rechazado.

— **Riesgo moral:** como el riesgo pasa (en todo o en parte) a FONAVI, el banco evalúa y cobra con menos cuidado.

— **Resultado:** sin deducible, todo el riesgo adicional se traspasa a FONAVI; con deducible por cartera, solo una parte, según su valor. En ambos casos FONAVI recibe una cartera que vale menos.

La pérdida patrimonial de FONAVI es mayor que en el caso base. Cuánto, no se sabe; la dirección sí.

El tramo de +3% (crédito más riesgoso) lo absorbe FONAVI.

Cifras ilustrativas: prima de riesgo y otros gastos 1,5; crédito riesgoso con esa prima triplicada (4,5). Tasa FONAVI supuesta: 3,5% (Fisco 3% + 0,5), 100 pb bajo el mercado. Elaboración propia.

PARTE 2 · TÉCNICA · APARTE: SELECCIÓN ADVERSA

Deducible por cartera, no por crédito

Bienvenido que el Ejecutivo haya acogido la sugerencia

— El deducible por cartera **mitiga mejor el riesgo** que el deducible crédito a crédito (mi presentación en la Comisión de Hacienda de la H. Cámara de Diputados).

— Pero mitiga, **no necesariamente anula**, la selección adversa y el riesgo moral.

— Y depende del **monto del deducible por cartera**: lo fija el reglamento.

Pérdida dado que ocurre un default (severidad)

Período 2008-2026 · Fuente: SBIF/CMF

Escenario normal (sin pandemia)	~20%
A través del ciclo	25%
Estrés agudo (2009-13, 2020)	55-71%

En estrés, la pérdida por crédito en default es 2,5 a 3,5 veces la normal: un deducible vale menos justo cuando más se necesita.

Elaboración propia en base al texto aprobado por la Cámara (art. 7 y 9) y estadísticas SBIF/CMF.

PARTE 2 · TÉCNICA

Riesgo político

La deuda dura 30–40 años: el riesgo político también



Riesgo adicional: BancoEstado
Administra, redacta el reglamento, evalúa (art. 11) y ofrece créditos. **Riesgo de juez y parte: se requiere gobernanza más robusta (CMF).**

Fuente: texto aprobado por la Cámara: art. 1 (duración: "el vencimiento del plazo no importará la liquidación anticipada de los créditos"), art. 8 N°4 viii (cobranza y ejecución delegadas a las bases) y art. 11 (evaluación cada 4 años por BancoEstado).

PARTES 1 Y 2

Para concluir

El mercado hipotecario funciona. El FONAVI lo distorsiona.

01

MK4 es bienvenido en sus aspectos de mercado de capitales

Va en la dirección correcta en mercado de capitales e intermediación financiera.

02

FONAVI parte de un mal diagnóstico y distorsiona un mercado que funciona

El problema es el precio de las viviendas, no la falta de crédito. Es una gran intervención estatal, sin falla de mercado que la justifique, que distorsiona el precio (tasa) de casi todo el mercado.

03

El riesgo no desaparece: se traspasa a los contribuyentes

No hay almuerzo gratis. Si no está en el instrumento, alguien se lo come. Lo sano es hacer política fiscal de forma transparente, con recursos del presupuesto y no "bajo la línea" a través de un fondo estatal.

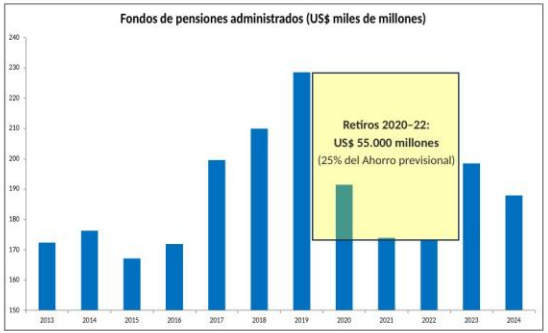
De avanzar en FONAVI pasarán dos cosas: **a)** una puerta de intervención estatal en el mercado financiero que no se cierra y **b)** un costo oculto grande para los contribuyentes.

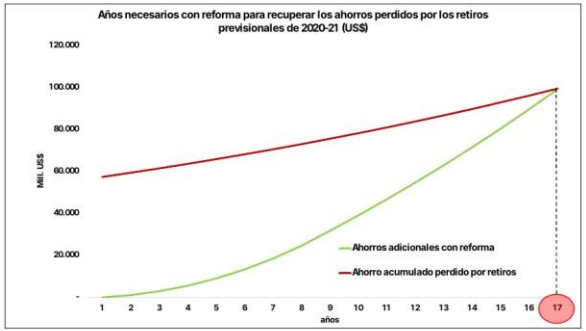
ANEXO

Anexo 1 · Retiros previsionales

Años para recuperar el ahorro perdido: 17

I. ANTECEDENTES GENERALES





Mensaje Nº 166-374 - Reforma al mercado de capitales y financiamiento de la casa propia

Fuente: elaboración propia en base a BCCh, Bolsa de Comercio de Santiago.

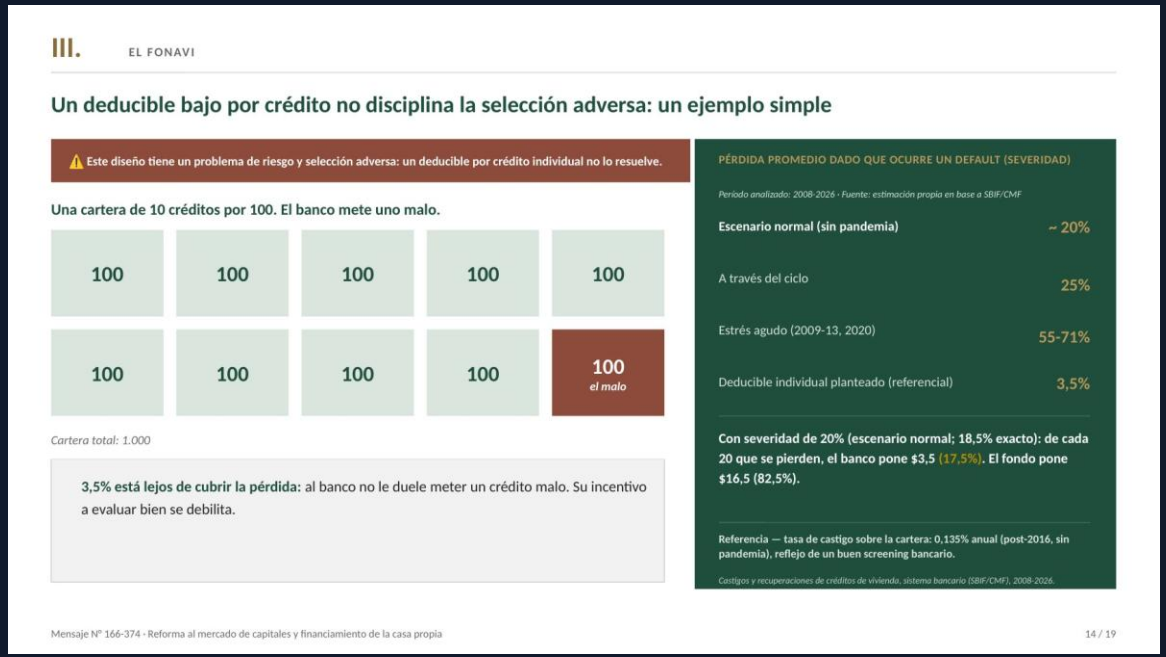
3 / 19

Lámina de mi presentación ante la Comisión de Hacienda de la H. Cámara de Diputados.

ANEXO

Anexo 2 · Selección adversa

Deducible bajo por crédito: selección adversa



III. EL FONAVI

Un deducible bajo por crédito no disciplina la selección adversa: un ejemplo simple

⚠ Este diseño tiene un problema de riesgo y selección adversa: un deducible por crédito individual no lo resuelve.

Una cartera de 10 créditos por 100. El banco mete uno malo.

100	100	100	100	100
100	100	100	100	100 *el malo*

Cartera total: 1.000

3,5% está lejos de cubrir la pérdida: al banco no le duele meter un crédito malo. Su incentivo a evaluar bien se debilita.

PÉRDIDA PROMEDIO DADO QUE OCURRE UN DEFAULT (SEVERIDAD)

Período analizado: 2008-2026 · Fuente: estimación propia en base a SBIF/CMF

Escenario normal (sin pandemia)	**~ 20%**
A través del ciclo	25%
Estrés agudo (2009-13, 2020)	55-71%
Deducible individual planteado (referencial)	3,5%

Con severidad de 20% (escenario normal; 18,5% exacto): de cada 20 que se pierden, el banco pone $3,5 (17,5%). El fondo pone $16,5 (82,5%).

Referencia — tasa de castigo sobre la cartera: 0,135% anual (post-2016, sin pandemia), reflejo de un buen screening bancario.

Castigos y recuperaciones de créditos de vivienda, sistema bancario (SBIF/CMF), 2008-2026.

Mensaje N° 166-374 · Reforma al mercado de capitales y financiamiento de la casa propia 14 / 19

Lámina de mi presentación ante la Comisión de Hacienda de la H. Cámara de Diputados.

ANEXO

Los supuestos de la licitación

Según cómo se licite, la prima aparece en otro balance

CASO EN LA LICITACIÓN	TASA AL DEUDOR	QUIÉN ASUME LA PRIMA	DÓNDE SE VE
Sin subsidio (mercado hoy)	≈ 4,5%	El deudor	La tasa
Bancos compiten; comisión igual a la prima	3,5%	Fisco, vía el fondo	Capital del fondo
Bancos compiten; comisión menor y precio sobre la par	3,5%	Fisco, vía el fondo	Capital del fondo
Solo BancoEstado; comisión cero	3,5%	BancoEstado, o sea el Fisco	Resultados de BancoEstado
Solo BancoEstado; comisión de mercado	3,5%	Fisco, vía el fondo	Capital del fondo

El costo se esconde en el precio de compra y en la comisión.

Elaboración propia. En todos los casos con tasa subsidiada, el costo de la prima recae en el Fisco: cambia el balance donde se registra. Por simplicidad, los ejemplos usan una tasa de mercado de 4,5% y una tasa FONAVI de 3,5% (escenario alternativo: 3%); las tasas actuales de referencia son ≈ 2,8% y ≈ 4,3%.